

*Rocío Marco Crespo y Salvador Ortiz Serrano**

Estilo de inversión en los fondos internacionales del mercado español

1. INTRODUCCIÓN

Incluir en la cartera activos de mercados alternativos de baja correlación con los mercados domésticos, para reducir así el riesgo total de la cartera global es una estrategia de diversificación ampliamente defendida por economistas y profesionales del mercado. Para llevar a cabo dicha estrategia, los fondos de inversión de vocación internacional ofrecen al inversor un vehículo conveniente a un coste razonable. Así parecen haberlo entendido los inversores, ya que el interés por los fondos internacionales en el mercado español ha crecido sensiblemente. El volumen de activos gestionados por los fondos de inversión internacional se ha visto multiplicado por más de diez en los últimos diez años, mientras que la cuota patrimonial de los fondos internacionales sobre el total de fondos de inversión mobiliaria no garantizados ha pasado del 7,2% al 16% en ese periodo. En este desarrollo, la introducción del euro ha tenido un papel determinante.

La literatura sobre evaluación de fondos de inversión es muy rica y abundante en la actualidad. Desde distintas perspectivas teóricas y en función también de la información disponible sobre el fondo a evaluar, diferentes autores proponen y aplican diversas medidas de *performance* o rentabilidad ajustada por diversos factores, para los resultados de las carteras institucionalmente gestionadas. Aunque existen resul-

tados contradictorios, la mayoría de la literatura internacional evidencia la incapacidad de la industria de fondos de inversión para obtener de forma agregada y sistemática unos resultados en términos netos, después de gastos de gestión, superiores a los obtenidos por carteras de referencia. En sintonía con la evidencia mayoritaria a nivel internacional, por lo general los trabajos de investigación tampoco muestran una evaluación positiva de la capacidad de gestión en el mercado español. Autores que han abordado la evaluación y el estilo de gestión, con resultados en general decepcionantes, son, entre otros, Rubio (1993) y (1995), Álvarez (1995), Freixas et al. (1997), Ferruz y Sarto (1997) y (1999), Ferrando y Lassala (1998), Basarrate y Rubio (1999), Matallín y Fernández (1999, 2000 y 2001), Menéndez y Álvarez (2000) y Ferruz y Vicente (2005). Este resultado abogaría por la eficiencia del mercado y la opción a favor de estrategias de indexación o inversión pasiva.

Pero toda esta literatura se centra en fondos que operan en el mercado doméstico, siendo pocos los estudios que exploren cuestiones relacionadas con los fondos que invierten en mercados foráneos. El análisis de los fondos internacionales tiene un mayor aliciente dada su mayor complejidad de gestión. Un gestor puede conseguir rendimientos superiores al mercado de referencia por distintas vías: sobreponderando países con mejor comportamiento que el índice de referencia

* Departamento de Economía Aplicada.Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Autónoma de Madrid

(capacidad de selección país), escogiendo activos que mejoren el índice local (capacidad de selección de títulos), y última y diferencial, el gestor puede afectar la rentabilidad de la cartera alterando su exposición al riesgo de tipo de cambio. Siguiendo la metodología propuesta por Sharpe (1992), el análisis de estilo nos permite explorar las distintas habilidades de gestión. El objetivo de esta investigación es el análisis de estilo de la inversión colectiva especializada en mercados internacionales para una mayor comprensión de la atribución de la *performance* entre las distintas capacidades del gestor.

Esta es la primera investigación que analiza el estilo de gestión de los fondos internacionales en el mercado español. Otros trabajos que evalúan el estilo en fondos que operan en el mercado doméstico son Matallín y Fernández (1999, 2000) y Ferruz y Vicente (2005).

Existen pocos trabajos académicos dedicados al análisis de la *performance* o del estilo de los fondos que invierten en mercados internacionales, en su mayoría procedentes del mercado norteamericano. Las investigaciones de Droms y Walker (1994), Tkac (2001) y Fortín (2005) analizan todo el abanico de fondos USA que invierten en mercados internacionales. Cumby y Glen (1990), Gallo y Swanson (1996) y Detzler y Wiggins (1997) sólo consideran aquellos fondos que diversifican internacionalmente. Papadomou y Siriopoulos (2004) analizan el estilo de los fondos que invierten en una zona determinada, Europa. Fuera del mercado de fondos norteamericano, Engström (2003) centra su investigación en cómo afecta el coste de búsqueda de información a la *performance* de los fondos comercializados en Suecia que invierten en Europa y Asia. En la mayoría de estas investigaciones, el resultado es que los gestores de fondos internacionales no superan al mercado de referencia.

En el mercado español, el trabajo de Matallín y Gil (2005) analiza la incidencia del grado de internacionalización de la cartera de un fondo sobre su nivel de eficiencia, en un periodo muestral pre-euro con escaso desarrollo de este tipo de inversión internacional. Se encuentran diferencias significativas entre la eficiencia de los fondos de mercados domésticos y fondos internacionales, a favor de los primeros. La evaluación de los fondos internacionales en el periodo 1999-2005 es llevada a cabo en Marco (2006), encontrándose que los gestores de los fondos internacionales, como grupo, no poseen una capacidad de gestión que les permita superar al mercado de referencia, mientras que por categorías, los fondos que invierten en mercados emergentes son los que consiguen mejores resultados en términos de *performance*¹.

Existen otros trabajos interesantes de interés colateral, como

el de Kumar (2001) acerca de la evaluación de los fondos internacionales garantizados, o el de Detzler (1999) sobre los fondos internacionales de renta fija. Droms y Walker (2001) estudian la persistencia de resultados en los fondos internacionales. Kaminsky et al. (2001) analizan la reacción de los fondos internacionales a episodios de crisis en países emergentes y Bailey et al. (2005) se ocupa del impacto del riesgo político.

El trabajo se organiza como sigue. El epígrafe dos presenta la base de datos y las variables utilizadas. Los apartados tres y cuatro muestran respectivamente la metodología utilizada y los resultados empíricos hallados en el estudio. El último apartado presenta las principales conclusiones de la investigación.

2. MUESTRA Y VARIABLES

La inversión en renta variable internacional (RVI) a través de fondos no garantizados comercializados en el mercado español es el objeto de análisis de esta investigación. Siguiendo las delimitaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) este universo de inversión está definido por aquellos fondos que invierten más del 75% de su activo en renta variable y más del 30% en monedas no euro.

La muestra para el análisis empírico está formada por aquellos fondos que teniendo como vocación inversora la renta variable internacional, posean una continuidad de serie temporal mínima de 20 trimestres (5 años) durante el periodo comprendido entre septiembre de 1999 y septiembre de 2005². No son tenidos en cuenta los fondos internacionales garantizados ni aquellos de vocación sectorial. Un total de 148 fondos cumplen estas características, totalizando 4.251 datos de frecuencia trimestral, siendo la CNMV la fuente de procedencia. La base de datos está libre del sesgo de supervivencia, ya que no se excluyen de la muestra aquellos fondos que hayan sido liquidados o fusionados en el periodo de interés³.

El rendimiento del fondo de inversión, principal variable del estudio, es la variación porcentual entre los valores liquidativos al inicio y final de cada trimestre. Esta rentabilidad es neta de gastos ya que en el valor liquidativo del fondo se han descontado las comisiones de gestión, depositario, servicios exteriores y resto de gastos de explotación. No incluye las comisiones de suscripción y reembolso, en caso de que las hubiera.

Siguiendo la clasificación de la CNMV, los fondos internacionales de renta variable (más del 30% de activo en moneda no euro) son agrupados según el destino geográfico donde

invierten un mínimo del 75% de su activo en renta variable. Así tenemos fondos que invierten más del 75% en renta variable de emisores de países europeos (RVIE), de países emergentes (RVIM), de emisores japoneses (RVIJ), de emisores estadounidenses (RVIU) y fondos que invierten más del 75% en emisores internacionales, no inscribibles en ninguna de las anteriores categorías. La vocación inversora de estos últimos no tiene limitación geográfica, siendo su perfil de inversión global o internacional (RVIG)⁴.

Además de esta categorización, interesa tener en cuenta para el análisis posterior otra clasificación según el grado de limitación del universo de inversión. Se distinguen así fondos país (como los RVIU y RVIJ) y fondos región (cuyo universo está compuesto por más de un país: europeos, emergentes e internacionales). Los fondos internacionales o globales (RVIG) son la máxima expresión de los fondos región, aquellos con la mayor posibilidad de diversificación al no tener límite de localización de activos.

Para llevar a cabo el análisis de estilo de los fondos internacionales es necesario disponer de benchmarks o índices de referencia representantes del mercado de renta variable. Los índices de Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI Index) son los más indicados, ya que estas referencias son ampliamente seguidas en el mercado financiero internacional, por lo que también son los más utilizados en la literatura académica para este fin. Los rendimientos de los índices son tomados en euros y en moneda local, y reflejan las restricciones que existan para inversores extranjeros⁵. El rendimiento del activo libre de riesgo es aproximado por la rentabilidad trimestral de la letra del tesoro a tres meses.

3. METODOLOGÍA

Invirtiéndose en mercados internacionales un gestor puede conseguir rendimientos superiores al mercado de referencia por distintas vías. Una estrategia es sobreponderar países con mejor comportamiento que el índice de referencia (capacidad de selección de país), otra es escoger activos que mejoren el índice local (capacidad de selección de títulos) pero también el gestor puede afectar la rentabilidad de la cartera alterando su exposición al riesgo de tipo de cambio. En este contexto, el estilo de gestión puede ayudar a una mayor comprensión de la atribución de la *performance* en los fondos internacionales.

Los modelos multi-factor propuestos en la investigación analizan el estilo de gestión en la línea de Sharpe (1992). En el análisis de estilo, la *performance* de un fondo es medida en relación a un conjunto de referencias que capturan el estilo de inversión del gestor. La elección de estilo es una decisión de localización donde el gestor selecciona entre activos alterna-

tivos. La forma general del modelo propuesto es:

$$r_{it} = \alpha_{i0} + \sum_{k=1}^K \beta_{ik} r_{kt} + e_{it} \quad [1]$$

donde r_{it} es el exceso de rentabilidad del fondo i en el trimestre t sobre el activo libre de riesgo, r_{kt} es el exceso de rentabilidad del índice k en el trimestre t sobre el activo libre de riesgo, K es el número de índices de referencia, α_{i0} es la medida de *performance* para el fondo i , β_{ik} es la sensibilidad del fondo i al índice k y e_{it} es el residuo del fondo i en el trimestre t .

Si la referencia es un único índice, $K=1$, entonces [1] es el modelo tradicional propuesto por Jensen (1968). Si la referencia contiene más de un índice, el modelo [1] puede ser interpretado como un modelo multi-factor. El estilo del fondo es determinado por los coeficientes β_{ik} que mejor explican el rendimiento del mismo. En un modelo multi-factor, la regresión selecciona los pesos de forma que el riesgo de la estrategia de indexación mejor mimetice al riesgo del fondo de inversión. La constante del modelo [1] es la capacidad del fondo para mejorar las referencias: α_{i0} representa la diferencia media de exceso de rendimiento resultante de invertir en un fondo activamente gestionado frente al mantenimiento del índice, ya que el índice de mercado es interpretado como una estrategia pasiva de indexación. En este contexto, un coeficiente α_i positivo implica que el fondo activamente gestionado obtiene mayor rentabilidad ajustada por riesgo que el mercado de referencia. El complementario al coeficiente de determinación ($1-R^2$) es el porcentaje de varianza del rendimiento del fondo que no es explicado por los factores de estilo.

Un modelo multi-factor de interés para captar el estilo de gestión en los fondos internacionales incluye el exceso de rentabilidad en euros de los índices representativos de los principales países destino de un fondo región (ya que para un fondo país esta regresión se reduce al tradicional modelo de un factor). Dado que los índices no están cubiertos contra el riesgo de tipo de cambio, los coeficientes β_{ik} miden la exposición del fondo i al mercado k de cada país, por lo que el modelo es muy útil para detectar sesgos de localización geográfica que indiquen una gestión activa de la capacidad de selección país. Con esa finalidad este modelo es estimado en la investigación. Desde la evaluación de *performance*, para mejorar este modelo los gestores deben poseer habilidad en la selección de títulos y/o cubrir el riesgo de tipo de cambio de forma efectiva.

Un segundo modelo multi-factor añade más información acerca del estilo de inversión, ya que examina la influencia de los tipos de cambio sobre el rendimiento del fondo internacional además de su sensibilidad a los distintos mercados

destino. En este caso los factores del modelo se reducen a dos para las categorías fondo país (RVIJ y RVIU): el exceso de rendimiento del índice en moneda local y la tasa de variación del tipo de cambio. Para el resto de categorías región, los factores son el exceso de rendimiento en moneda local de los cinco mayores mercados destino y la variación del tipo de cambio moneda/euro de aquellos mercados con divisa no euro. Las sensibilidades estimadas representan la ponderación de los factores seleccionados que mejor replican las características de rendimiento y riesgo del fondo durante el periodo muestral. En la evaluación de resultados, este modelo multi-factor es difícil de batir, ya que para mejorarlo los gestores tienen que poseer una habilidad superior de selección de títulos en cada país.

4. RESULTADOS EMPÍRICOS

En primer lugar se analiza el estilo de gestión en la localización geográfica de activos. Entre otros resultados, este modelo permite identificar los principales mercados destino de los fondos españoles que invierten en el exterior. Estos mercados son los tenidos en cuenta para, en un segundo paso, evaluar el estilo del fondo en lo que a cobertura del riesgo cambiario se refiere. Finalmente se comparan resultados de evaluación de *performance* obtenidos en distintos modelos.

4.1. ESTILO Y SESGOS DE LOCALIZACIÓN GEOGRÁFICA

Uno de los orígenes del rendimiento diferencial de los fondos está en la localización de sus activos. Desde el punto de vista de la inversión internacional, es interesante considerar cómo los gestores ubican sus carteras entre diferentes países, y para llevarlo a cabo se realiza un análisis de estilo en la línea de Sharpe (1992). En el análisis de estilo se estima la sensibilidad que muestra la cartera del fondo respecto a los mercados destino a través de una regresión donde la variable dependiente es el exceso de rentabilidad. Si se mide el rendimiento de los índices de mercado en euros o en moneda local, se captura la sensibilidad del rendimiento de los fondos desde diferentes perspectivas. Las rentabilidades en euros representan una estrategia sin cobertura de tipo de cambio, mientras que los rendimientos en moneda local miden la sensibilidad del fondo a los distintos índices, sin tener en cuenta el efecto de la variación del tipo de cambio. Por tanto en un modelo multi-factor donde los índices de mercado estén denominados en euros, los coeficientes asociados estiman conjuntamente los efectos de ambos movimientos: este modelo no puede discriminar si el rendimiento obtenido por el fondo es debido a fluctuaciones del tipo de cambio o a fluctuaciones del mercado local. Los resultados informan mayormente de a qué países o zonas son sensibles

las rentabilidades de los fondos de inversión internacionales. Con el fin de identificar sesgos en la localización geográfica de la cartera, el modelo [1] es estimado con ciertas restricciones sobre los coeficientes. En concreto, la suma de los coeficientes beta debe ser igual a la unidad y todos han de tomar valores entre 0 y 1. Valores negativos no son considerados puesto que los fondos no pueden mantener posiciones en corto. La variable dependiente es el exceso de rentabilidad de una cartera equiponderada compuesta por los fondos de una determinada categoría de inversión.

El análisis de estilo planteado sólo tiene sentido llevarlo a cabo en las categorías región: los fondos de vocación global, europea y emergentes (RVIG, RVIE y RVIM). Partiendo de los países que integran los índices MSCI correspondientes⁶, en cada categoría se incluyen como factores los índices de sus doce mayores mercados según el criterio de capitalización bursátil. El exceso de rentabilidad de cada país es medido en euros. Tomando los doce primeros mercados se cubre sobradamente la región de interés, ya que éstos representan el 95,4%, 96,7% y 91% de la capitalización bursátil del mercado global, europeo y emergente, respectivamente. El cuadro 1 muestra, por un lado, los coeficientes de estilo del modelo multi-factor estimado bajo las restricciones comentadas previamente, y por otro, la relevancia o peso relativo de cada país según la capitalización bursátil media de su mercado en el periodo 1999-2005. La comparativa de ambas ponderaciones es muy interesante: permite observar si existen sesgos de localización por parte de los gestores de los fondos internacionales.

Análisis de estilo. Localización geográfica. Porcentajes

RVIG			RVIE			RVIM		
País	Estilo	Peso Mercado	País	Estilo	Peso Mercado	País	Estilo	Peso Mercado
USA	48,8	49,2	RU	25,8	28,1	TAIWAN	4,8	16,0
JAPÓN	9,5	13,6	FRANCIA	14,2	15,6	SUDÁFRICA	9,8	14,2
RU	5,8	8,3	ALEMANIA	7,3	12,8	KOREA	7,7	13,6
FRANCIA	9,5	4,6	SUIZA	4,4	8,1	BRASIL	17,1	12,8
ALEMANIA	3,5	3,7	ITALIA	7,0	7,5	MÉJICO	15,4	7,8
CANADA	3,3	3,0	ESPAÑA	9,3	7,1	MALASIA	8,7	6,9
SUIZA	0,0	2,5	HOLANDA	7,7	6,9	TURQUÍA	7,9	4,4
HONGKONG	3,1	2,3	SUECIA	10,5	3,4	CHILE	9,2	4,0
ESPAÑA	6,3	2,2	FINLANDIA	1,6	2,6	ISRAEL	6,1	3,7
ITALIA	5,6	2,2	BÉLGICA	0,0	2,0	TAILANDIA	0,0	3,3
HOLANDA	0,0	2,0	DINAMARCA	4,8	1,3	ARGENTINA	1,0	2,2
AUSTRALIA	0,0	1,8	GRECIA	4,0	1,3	POLONIA	3,3	2,1

Los coeficientes de estilo representan la sensibilidad de la rentabilidad de una cartera equiponderada de fondos a la evolución de los 12 principales mercados de su región, medida en euros. El peso de mercado es la cuota correspondiente a la capitalización bursátil del mercado de cada país sobre el total de los países que componen el índice región. Fuente: elaboración propia y World Federation of Exchanges members para el cálculo del peso de mercado.

Cuadro 1

Al investigar la localización de la inversión dentro de cada región, el orden de preferencia de los mercados destino que indica la cartera promedio de fondos muestra desviaciones importantes respecto a la jerarquía de cada país en base a la capitalización bursátil de su mercado. Esto sugiere que los gestores no siguen de forma estricta una estrategia de indexación que supondría replicar en sus carteras un reparto geográfico de activos reflejo de la cuota de cada país en el mercado bursátil de su región objetivo.

Respecto a la cartera de fondos de objetivo universal, RVIG, el estilo de gestión coincide en la cuota del mercado norteamericano, ya que aproximadamente la mitad del activo está localizado en USA. A partir de ahí, las desviaciones son importantes. Parece existir cierto sesgo en la selección hacia países más cercanos, comenzando por la inversión en el propio mercado. España, Italia o Francia están claramente sobreponderados en contraposición a mercados más lejanos como Japón o Australia.

La sensibilidad de la cartera promedio de fondos europeos, RVIE, replica de forma muy cercana el peso de los dos mercados más importantes, Reino Unido y Francia. Entre ambos totalizan un 40% de la inversión. A partir de aquí las diferencias son importantes y probablemente estén motivadas por un factor que no hay que perder de vista: la divisa. Un fondo de vocación internacional ha de mantener un 30% mínimo en activos denominados en moneda no euro. Según la media de estilo, un 45,5% estaría invertido en moneda distinta del euro, cifra coherente con el mínimo exigido. Probablemente este condicionante sea la causa del sesgo positivo observado en Suecia y Dinamarca, países fuera de la zona euro.

La localización de la inversión de los fondos españoles en los mercados emergentes, RVIM, es de forma evidente la categoría que más difiere respecto a la posición relativa de estos países en el mercado internacional. Los fondos españoles tienen un claro sesgo hacia los mercados emergentes americanos, en contraposición a los asiáticos. Este resultado sugiere la necesidad de una subclasificación dentro de los fondos emergentes, básicamente entre latinos y asiáticos (o latinos y resto de emergentes), para su correcta evaluación.⁷ En el periodo muestral la rentabilidad trimestral media del índice MSCI emergentes latinoamericanos es sensiblemente superior a la del MSCI emergentes (5,5% frente a 3,5%) o a la de emergentes asiáticos (un 3,4%). El sesgo hacia los mercados latinos puede ser la razón de la evaluación más favorable obtenida por los fondos de RVIM en el análisis de *performance* llevado a cabo en Marco (2006).

En suma, el análisis de la localización geográfica sugiere que los gestores de fondos región ejercen su capacidad de selección país, observándose preferencia por los mercados más

cercanos y/o conocidos, en contraposición a mercados más alejados geográfica o culturalmente. Este hecho puede estar relacionado con un menor coste de búsqueda de la información para el gestor.

4.2. ESTILO Y RIESGO CAMBIARIO

Mientras que las rentabilidades en euros representan una estrategia sin cobertura de tipo de cambio, al tomar como índices los rendimientos en moneda local nos permite medir la sensibilidad del fondo a los distintos mercados sin tener en cuenta los efectos de las variaciones del tipo de cambio. Pero la fluctuación cambiaria es un importante factor que afecta a la rentabilidad de cualquier activo foráneo, por lo que es necesario tenerlo en cuenta al analizar el estilo de gestión en fondos internacionales.

En general, en el periodo muestral el euro ha sufrido un movimiento apreciatorio causante de que la rentabilidad media en moneda local sea superior a la rentabilidad media en euros⁸. El cuadro 2 muestra ambas rentabilidades en los principales países destino de los fondos internacionales⁹.

Rentabilidad trimestral media de los índices MSCI representativos de los principales países destino de los fondos de RVI. Diciembre 1999 a septiembre 2005. Porcentajes

País destino	MEDIA		DESVIACIÓN TÍPICA	
	euros	moneda local	euros	moneda local
USA	0,066	0,383	10,765	8,988
JAPÓN	-0,120	0,397	11,831	9,402
RU	0,649	0,782	8,827	7,797
SUECIA	2,685	2,709	19,174	17,761
FRANCIA	1,349	-	12,464	-
ESPAÑA	1,837	-	10,337	-
HOLANDA	0,257	-	11,609	-
BRASIL	6,487	6,869	22,435	14,745
MÉJICO	5,343	6,676	15,952	11,327
SUDÁFRICA	4,683	4,951	12,711	12,085
CHILE	4,101	4,419	13,296	8,297
MALASIA	1,466	2,695	8,473	7,590

Cuadro 2

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de MSCI index.

Pero la fluctuación del tipo de cambio no sólo afecta al rendimiento final, sino también a la volatilidad del mismo: la desviación típica de la rentabilidad trimestral de los índices es siempre mayor, medida en euros, que medida en su moneda local. El gráfico 1 muestra los dos principales componentes de la varianza del rendimiento en euros para los países considerados: la varianza de la tasa de variación del tipo de cambio y la varianza del rendimiento en moneda local¹⁰.

Componentes de la varianza de los rendimientos de los índices MSCI denominados en Euros

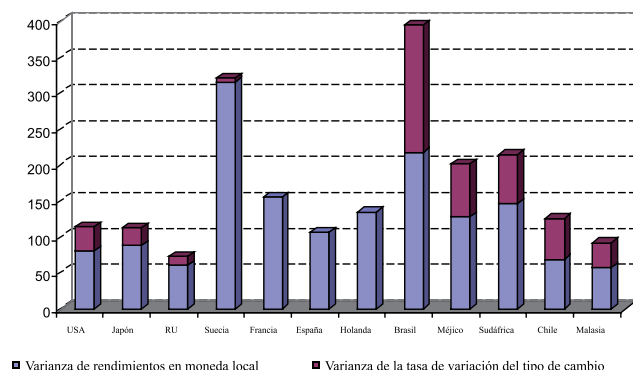


Gráfico 1

En todos los mercados destino, la varianza debida al tipo de cambio es menor que la varianza del rendimiento en moneda local, implicando que el rendimiento del activo denominado en la moneda foránea es el factor dominante que afecta la volatilidad del rendimiento de los fondos internacionales. También es evidente que en los mercados emergentes el riesgo de tipo de cambio tiene una mayor importancia relativa en comparación con el resto de mercados desarrollados. En definitiva, el tipo de cambio tiene un impacto potencial en la rentabilidad y en la volatilidad del rendimiento de un fondo internacional, mayor en los mercados emergentes, pero el impacto real puede diferir bastante, ya que los gestores tienen herramientas para cubrirse frente a este riesgo.

Para estudiar el estilo de gestión respecto al riesgo de tipo de cambio, el modelo [1] es estimado extendiéndose el número de factores al incluir como regresores la variación relativa del tipo de cambio de las monedas no euro. En base a la localización geográfica por estilo llevada a cabo en el apartado anterior, son incluidos en el modelo de cada categoría de fondos región los cinco primeros mercados en los que invierte:

· Fondos de RVIG: USA, Francia, Japón, España y Reino Unido,

· Fondos de RVIE: Reino Unido, Francia, Suecia, España y Holanda,

· Fondos de RVIM: Brasil, México, Sudáfrica, Chile y Malasia.

Para los países con divisa distinta al euro, las rentabilidades trimestrales del índice representativo de su mercado son tomadas en moneda local y se introducen las tasas de varia-

ción trimestral del tipo de cambio *spot* moneda/euro.¹¹ El número final de factores depende de los mercados incluidos, ya que para algunos es el euro y el propio mercado español es uno de los principales destinos. Para los fondos país, RVII y RVIU, los factores se reducen simplemente a dos.

Un modelo de estas características desglosa la influencia de la variación del tipo de cambio y de la rentabilidad doméstica de los principales mercados, aislando en la constante alfa estimada la habilidad de selección de títulos. Una ausencia de alfas positivas (y significativas) sugiere que los gestores no tienen habilidad de selección de títulos. El modelo multifactor se ha llevado a cabo de dos formas. Una, estimando la regresión individualmente para cada fondo, y dos, el mismo modelo aplicado sobre una cartera equiponderada formada por todos los fondos pertenecientes a una misma categoría. Tras sintetizar los resultados de la estimación individual, las conclusiones extraíbles coinciden con las obtenidas aplicando el modelo a la cartera equiponderada. Dada la mayor facilidad de interpretación de este último y para no extender excesivamente la exposición, los resultados mostrados a continuación son los del modelo estimado sobre la cartera equiponderada.

El cuadro 3 muestra las sensibilidades estimadas del exceso de rentabilidad de los fondos a la variación del tipo de cambio y al exceso de rentabilidad en moneda local de los mercados destino. Los coeficientes asociados a los índices de mercado en moneda local representan la distinta exposición de los fondos a los principales países destino. De forma previsible, en los fondos país el valor de este coeficiente es muy próximo a la unidad. En el resto de categorías fondo región la suma de los cinco coeficientes es también cercana a uno, indicando que con los cinco primeros mercados se tiene suficientemente representado el universo de inversión correspondiente.

Los coeficientes de la regresión pueden ser interpretados como los pesos de los distintos índices para llevar a cabo una estrategia de compra y mantenimiento que replique las características de rentabilidad y riesgo del fondo. Dado que los fondos no pueden vender a crédito, los coeficientes de los índices deberían ser positivos. Empíricamente este es el resultado obtenido.¹² En cambio los coeficientes asociados al tipo de cambio no tienen restricción, ya que los gestores pueden mantener posiciones «largas» o «cortas» utilizando contratos sobre divisas. Un signo negativo asociado a la variación del tipo de cambio indica que una apreciación del euro se traduce en una merma de la rentabilidad final. Si no se ha llevado a cabo alguna estrategia de cobertura frente a este riesgo, la rentabilidad del fondo se mostrará sensible a este factor. Los coeficientes asociados al tipo de cambio, excepto para los fondos de mer-

cados emergentes, son negativos y en su mayoría estadísticamente significativos. Esta evidencia implica que la variación de los tipos de cambio es un factor relevante a la hora de explicar los resultados de los fondos que invierten en Japón, USA, mercados europeos y mercado global. La importancia de estos coeficientes sugiere que los gestores de estos fondos no cubren su exposición al riesgo cambiario. En cambio, la rentabilidad de los fondos de mercados emergentes no muestra sensibilidad al movimiento de tipos de cambio (incluso en algunas la relación es positiva, aunque no significativa), lo cual indica que estos gestores probablemente lleven a cabo estrategias de cobertura. Probablemente este estilo de inversión sea la razón de que en Marco (2006) los fondos de RVIM obtengan los mejores resultados relativos en la evaluación de la capacidad de gestión.

va baja variabilidad de la divisa en mercados desarrollados puede inducir a no implementar estrategias de cobertura sobre el activo invertido en estos países. En un contexto de apreciación del euro, las carteras no cubiertas han sufrido un deterioro de la rentabilidad final.

Respecto a la atribución de *performance*, la ausencia de coeficientes alfa estadísticamente positivos en el modelo de estilo informa que los gestores de fondos internacionales, como grupo, no tienen habilidad de selección de títulos. Utilizando un modelo de 12 países-referencias, Detzler y Wiggings (1997) tampoco encuentran evidencia de esta capacidad en los gestores norteamericanos de fondos internacionales.

Estilo y cobertura del tipo de cambio. Carteras equiponderadas.

RVIJ	R ² -ajus	alfa	IND local		TC
			Japón	¥/€	
valor	0,955	-0,154	0,997	-0,924	
p-valor		0,778	0,000	0,000	

RVIU	R ² -ajus	alfa	IND local		TC
			USA	\$/€	
valor	0,980	-0,527	1,004	-0,771	
p-valor		0,113	0,000	0,000	

RVIE	R ² -ajus	alfa	INDICE moneda local					TC local/€	
			RU	Francia	Suecia	España	Holanda	£/€	Cor/€
valor	0,994	-0,500	0,278	0,461	0,050	0,129	0,038	-0,351	-0,219
p-valor		0,025	0,004	0,001	0,216	0,010	0,659	0,000	0,037

RVIM	R ² aj	Alfa	INDICE moneda local						TC local/€				
			Brasil	Méjico	Sudáfr	Chile	Malasia	Rcal (Bra)	Peso (Mej)	Rand (Sud)	Peso (Chi)	Ring (Mal)	
valor	0,957	-0,904	0,051	0,397	0,249	0,213	0,155	-0,176	0,060	0,057	-0,294	-0,317	
p-valor		0,400	0,283	0,018	0,058	0,002	0,084	0,096	0,754	0,617	0,092	0,191	

RVIG	R ² -aj	alfa	INDICE moneda local					TC local / €				
			USA	Francia	Japón	España	RU	\$/€	¥/€	£/€		
valor	0,986	-0,642	0,552	0,330	0,091	0,096	-0,143	-0,301	-0,153	-0,131		
p-valor		0,043	0,000	0,000	0,038	0,160	0,204	0,002	0,069	0,382		

Modelo multi-factor aplicado sobre el exceso de rentabilidad de una cartera equiponderada formada por todos los fondos pertenecientes a una categoría. Los factores son el exceso de rentabilidad trimestral en moneda local de los cinco principales mercados y las tasas de variación correspondientes a los tipos de cambio moneda / euro. Fuente: elaboración propia.

Cuadro 3

¿Porqué unas categorías parecen cubrir este riesgo y otras no? Si se observa de nuevo el gráfico 1, evidentemente los gestores que invierten en mercados emergentes tienen más razones para ello. El posible riesgo derivado de la fluctuación del tipo de cambio es muy superior en países emergentes comparado con el de mercados más desarrollados. La relati-

4.3. COMPARATIVA: EVALUACIÓN DE *PERFORMANCE*

El cuadro 4 muestra por categorías y para el conjunto de fondos de RVI los valores medios de los coeficientes alfa y R² ajustado del modelo de factor único estimado en Marco

(2006) y el modelo multi-factor estimado en el epígrafe anterior.¹³

El coeficiente R^2 ajustado indica cómo de bien es captado el estilo de inversión por el modelo. El modelo de un único factor (índice en euros representativo de toda la región objetivo) parte de niveles de R^2 muy elevados, un 0,90, mientras que el modelo multi-factor con índices en moneda local y tipos de cambio alcanza un 0,92. La ganancia de poder explicativo, aunque poca dado el alto nivel de sincronía con el índice único de referencia, sugiere que en alguna medida los gestores se desvían de las ponderaciones de mercado al seleccionar el país y/o toman alguna cobertura sobre el tipo de cambio.

Es interesante comparar la constante del modelo de factor único, que contrasta la capacidad del gestor para superar al mercado, con la del modelo multi-factor (índices en moneda local y tipos de cambio) que aísla la habilidad de selección de títulos. Con la excepción de los fondos emergentes que consiguen un rendimiento ajustado al riesgo similar al de su mercado, los resultados de Marco (2006) muestran coeficientes alfa negativos de forma generalizada. Los gestores de los fondos internacionales, como grupo ($\alpha = -0,49\%$), muestran una falta de capacidad para igualar al mercado de referencia. Estos pobres resultados sugieren que los inversores harían mejor optando por una estrategia pasiva de indexación si el coste de trading de esta estrategia es menor que la medida de *performance*, en valor absoluto.

Performance y bondad de ajuste de los modelos estimados sobre los fondos de renta variable internacional. Valores medios

	MODELO UNI-FACTOR Marco (2006)	MODELO MULTI-FACTOR
	Índice región €	Σ Índice local + Σ TC
Alfa		
RVIE	-0,460	-0,497
RVIJ	-0,623	-0,491
RVIM	0,039	-0,952
RVIU	-0,682	-0,558
RVIG	-0,639	-0,661
RVI	-0,487	-0,590
R² - ajustado		
RVIE	0,916	0,940
RVIJ	0,923	0,931
RVIM	0,913	0,927
RVIU	0,896	0,919
RVIG	0,885	0,911
RVI	0,901	0,920

Promedio del coeficiente alfa y del coeficiente R^2 ajustado de los fondos pertenecientes a cada categoría. Fuente: elaboración propia.

Cuadro 4

Por categorías todos los fondos internacionales muestran una ausencia de habilidad de selección de títulos en línea con la falta de capacidad del gestor para igualar el mercado de referencia. La excepción son los gestores de fondos emergentes, que aunque tampoco poseen habilidad seleccionando activos, si que en el periodo muestral logran igualar el índice de referencia. La falta de habilidad de selección de títulos en este grupo parece ser contrarrestada con otras capacidades detectadas en el análisis de estilo (habilidad en la selección país y/o con una mejor cobertura del riesgo de tipo de cambio), consiguiendo así un rendimiento ajustado al riesgo similar al de su mercado.

5. CONCLUSIONES

El análisis de estilo permite profundizar en la evaluación de la gestión. El estilo de gestión respecto a la localización geográfica confirma que los gestores no siguen de forma estricta una estrategia de indexación que supondría replicar en sus carteras un reparto geográfico de activos reflejo de la cuota de cada país en el mercado bursátil de su región objetivo. En el ejercicio de su capacidad de selección país, los gestores de fondos región observan preferencia por los mercados más cercanos y/o conocidos, en contraposición a mercados más alejados geográfica o culturalmente. Este sesgo en la localización geográfica puede estar relacionado con un menor coste de búsqueda de información para el gestor. Los gestores de los fondos emergentes son los que muestran mayores sesgos en la selección geográfica de mercados destino.

El estilo de gestión en cuanto al tratamiento del riesgo cambiario también revela estrategias diferentes según la vocación del fondo. La sensibilidad del rendimiento a las fluctuaciones del tipo de cambio en los fondos de Japón, USA, mercados europeos y mercado global sugiere que los gestores de estas categorías no cubren su exposición al riesgo de tipo de cambio. En cambio, la no sensibilidad de los resultados en los fondos emergentes indica que estos gestores llevan a cabo estrategias de cobertura. El diferente grado de riesgo cambiario que afrontan los gestores, muy superior en mercados emergentes, puede inducir a la implementación de estrategias de cobertura sobre el activo invertido en estos países.

En definitiva, el análisis de estilo revela que en ninguna de las categorías de inversión internacional se observa habilidad en la selección de títulos. Por otro lado, se detecta que los fondos de mercados emergentes han llevado a cabo estrategias efectivas de selección país y/o de cobertura de riesgo cambiario, que probablemente sean motivo de los mejores resultados de evaluación obtenidos por este grupo en el periodo analizado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Álvarez, J. (1995) "Análisis de los fondos de inversión de renta fija en España", *Investigaciones económicas*, Vol. XIX (3) septiembre, pp. 475 – 488
- Bailey, B.A., Heck, J.L. y Wilkens, K.A. (2005) "International mutual fund performance and political risk", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8 (1), pp. 167-184.
- Basarrate, B. y Rubio, G. (1999) "Nonsimultaneous prices and the evaluation of management portfolios in Spain", *Applied Financial Economics*, 9, pp. 273-281.
- Brown, S.; Goetzman, W.; Ibbotson, R. y Ross, S. (1992) "Survivorship bias in performance studies", *Review of Financial Studies*, 5, pp.553-580.
- Carhart, M.; Carpenter, J.N.; Lynch, A.W. y Musto, D.K. (2000) "Mutual fund survivorship" <http://ssrn.com/abstract=238713>
- Cumby, R. y Glen, J. (1990) "Evaluating the performance of international mutual funds", *Journal of Finance*, 45, pp. 497-521.
- Detzler, M.L. (1999) "The performance of global bond mutual funds", *Journal of Banking and Finance*, 23, pp. 1195-1217.
- Detzler, M.L. y Wiggins, J.B. (1997) "The performance of actively manager internacional mutual funds", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 8, pp. 291-313.
- Droms, W.G. y Walker, D.A. (1994) "Investment performance of international mutual funds", *Journal of Financial Research*, 17, pp. 1-14.
- Droms, W.G. y Walter, D.A. (2001) "Performance persistence of international mutual funds", *Global Finance Journal*, 12, pp. 237-248.
- Elton, E.; Gruber, M. y Blake, C.R. (1996) "Survivorship bias and mutual fund performance", *Review of Financial Studies*, 9, pp. 1097-1120.
- Engström, S. (2003) "Costly information, diversification and international mutual fund performance", *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, pp. 463-482.
- Esteve, J. (2000) "Fondos de inversión españoles especializados en mercados emergentes (1995-2000)", *Actualidad Financiera*, 5 (11), pp. 19-37.
- Ferrando, M. y Lassala, C. (1998) "Evaluación de la gestión de los FIAMM y de los FIM de renta fija en España en el período 1993-1995", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 94, pp.197-231
- Ferruz, L. y Sarto, J.L. (1997). "Revisión crítica de las medidas clásicas de performance de carteras y propuesta de índices alternativos. Aplicación a fondos de inversión españoles", *Boletín de Estudios Económicos*, 162, pp. 549-573.
- Ferruz, L. y Sarto, J.L. (1999). "Eficiencia en la gestión de los FIM en España" *Cuadernos económicos Escuela y Despensa*, 9. Universidad de Zaragoza.
- Ferruz, L. y Vicente, L. (2005) "Style portfolio performance: empirical evidence from the Spanish equity funds", *Journal of Assets Management*, 5 (6), pp. 397-409.
- Ferruz, L.; Marco, I. y Vicente, L.A. (1999) "Fondos de inversión internacionales: diversificación y eficiencia", *Actualidad Financiera*, 4 (10), pp. 73-83.
- Fortín, R. (2005) "Active international mutual fund management: can managers beat the index?", *Managerial Finance*, 31 (1), pp. 41-51.
- Freixas, X.; Marín, J.; Martínez, M. y Rubio, G. (1997). *La evaluación de los fondos de inversión en España*, (ed.) Biblioteca Civitas de Economía y Empresa
- Gallo, J.G. y Swanson, P.E. (1996) "Comparative measures of performance for U.S.-based international equity mutual funds", *Journal of Banking & Finance*, 20, pp. 1635-1650.
- Jensen, M.C. (1968) "The performance of mutual funds in the period 1945-1964", *Journal of Finance*, 23, pp. 389-416.
- Kaminsky, G.L., Lyons, K.L. y Schmukler, S.L. (2001) "Mutual fund investment in emerging markets: an overview", *The World Bank Economic Review*, 15 (2), pp. 315-340.
- Kumar, D. (2001) "Measuring performance of internacional closed-end funds", *Journal of Banking and Finance*, 25, pp. 1741-1767.
- Marco, R. (2006) "Los fondos de inversión internacional: análisis y performance", *Análisis Financiero*, 102, pp. 34-45.
- Matallín, J.C. y Fernández, M.A. (1999) "Análisis de la performance a través del estilo del fondo de inversión", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 28 (99), pp. 413-442.
- Matallín, J.C. y Fernández, M.A. (2000) "Style analysis and performance evaluation of Spanish mutual funds", *Journal of Assets Management*, 1 (2), pp. 151-171.
- Matallín, J.C. y Fernández, M.A. (2001) "La evaluación de los FIM de renta variable: un enfoque endógeno y multiperíodo", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 30 (107), pp. 67-102.
- Matallín, J.C. y Gil, B. (2005) "Evaluación de la gestión internacional de los fondos de inversión", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 125, pp. 333-362.
- Menéndez, S. y Álvarez, S. (2000) "La rentabilidad y la persistencia de los resultados de los fondos de inversión españoles de renta variable", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 103, pp. 15-36.
- Papadomou, S. y Siriopoulos, C. (2004) "American equity mutual funds in european markets: hot hands phenomenon and style analysis", *International Journal of Finance and Economics*, 9 (2), pp.85-97.
- Rubio, G. (1993) "Performance measurement of management portfolios: a survey", *Investigaciones Económicas*, 17 (1), pp. 3-41.
- Rubio, G. (1995) "Further evidence on performance evaluation: portfolios holdings, recommendations, and turnover cost", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 5, 127-153.
- Sharpe, W.F. (1992) "Asset allocation: management style and performance measurement", *Journal of Portfolio Management*, 18 (2), pp. 7-19.
- Tkac, P. (2001) "The performance of open-end international mutual funds", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Third Quarter 2001; 86 (3), pp. 1-17.

NOTAS:

- 1.- Otros estudios sobre fondos internacionales del mercado español (Ferruz et al. 1999 y Esteve, 2000) no se ocupan del análisis de resultados.
- 2.- No se ha tomado un espacio temporal mayor por varios motivos: primero, porque la CNMV no introduce la clasificación de fondos como RVI hasta marzo de 1999 (la clasificación desglosada dentro de RVI no aparece hasta marzo de 2002); segundo, para que sea analizado un merca-

do de fondos internacionales mínimamente desarrollado (piénsese que al final de 1995 sólo había 13 fondos de RVI, 70 al final de 1997 y 196 al final de 1999); tercero, porque la perspectiva del euro fue causa esencial del desarrollo de este mercado, y su introducción en 1999 obligó a un gran número de fondos que eran hasta ese momento “internacionales” a replantearse el objetivo de inversión. Parte de ellos dejaron de serlo, al eliminarse el riesgo de tipo de cambio en la zona euro (convirtiéndose en fondos de renta variable euro), otros tuvieron que reubicar sus activos para seguir siendo internacionales. En suma, los primeros datos de 1999 suponen un periodo de nacimientos, muertes y reubicación de vocaciones que añadiría bastante ruido si se introducen en el análisis. Por todo ello el periodo de estudio comienza en el último trimestre de 1999.

- 3.- De esta forma se evita el sesgo de supervivencia que podría darse en caso de no tener en cuenta mas que los fondos que permaneciesen vivos durante todo el período y que, por tanto, pudieran sesgar la muestra hacia los más rentables ya que los fondos que desaparecen suelen ser debido a sus pobres resultados. Brown, Goetzman, Ibbotson, y Ross (1992), Elton, Gruber y Blake (1996) y Carhart, Carpenter, Lynch y Musto (2000) tratan detenidamente el problema del sesgo de supervivencia en el análisis de los fondos de inversión.
- 4.- La CNMV clasifica los fondos de RVI en cinco grupos: RVIE, RVIM, RVIU, RVII y RVIO (otros). En ésta última se encuentran todos los fondos que cumpliendo el requisito de invertir más del 75% en RVI, no encajen en ninguna de las anteriores categorías geográficas. En el «cajón» de RVIO se encuentran fundamentalmente dos tipos de fondos fácilmente diferenciables según su denominación: aquellos cuya vocación inversora es algún sector de la economía y aquellos que en su denominación llevan el apellido global, internacional, universal o similar. Éstos últimos son los seleccionados en la muestra y conforman la categoría de fondos globales, RVIG. Los fondos sectoriales no son tenidos en cuenta porque no se dispone de índices adecuados para la evaluación de estilo.
- 5.- Disponibles en www.msci.com. Los MSCI son índices de mercado que ponderan en base a la capitalización bursátil de los títulos integrantes. Se han tomado los índices que incluyen la reinversión de dividendos netos así como la versión free que refleja las restricciones locales a la inversión extranjera en el caso de que existan.
- 6.- Los integrantes en 2005 de los distintos índices son: el índice MSCI World (23 países) incluye Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hong Kong, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Singapur, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y USA. El MSCI Europa (16 países) está formado por Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y Reino Unido. El MSCI de mercados emergentes (26 países) por Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Checoslovaquia, Egipto, Hungría, India, Indonesia, Israel, Jordania, Corea, Malasia, Méjico, Marruecos, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela.
- 7.- El conjunto de fondos clasificados por la CNMV como RVIM no ha podido dividirse en base a la denominación del fondo en subconjuntos más homogéneos, ya que ésta no suele especificar la zona de interés. La mayoría sólo incluyen el apellido “emergentes” en su denominación.
- 8.- En el periodo muestral el euro se ha apreciado. Frente a todas las monedas consideradas en el estudio, la tasa de variación media trimestral del tipo de cambio moneda/euro es positiva.
- 9.- Para la selección de los principales países destinos se toman los cinco primeros mercados de los fondos región (RVIE, RVIM y RVIM) identificados a través del estilo en la localización geográfica de activos.
- 10.- La varianza de los rendimientos en euros de activos no denominados en euros puede ser descompuesta en la varianza de los rendimientos en moneda local, la varianza de la tasa de variación del tipo de cambio, la varianza del producto cruzado entre rentabilidad en moneda local y variación del tipo de cambio, y las covarianzas de los tres factores anteriores.
- 11.- La siguiente expresión relaciona la rentabilidad de los índices en moneda local, en euros y la variación del tipo de cambio: $(1 + \text{rentabilidad índice foráneo en euros}) = (1 + \text{rentabilidad índice foráneo en moneda local}) \times (1 + \text{tasa variación tipo de cambio})$. Los tipos de cambio son tomados del Banco de España y del Fondo Monetario Internacional.
- 12.- En las estimaciones halladas aplicando este modelo individualmente para cada fondo, los escasos coeficientes negativos obtenidos no son estadísticamente significativos.
- 13.- Valores medios resultantes de estimar los distintos modelos de forma individual sobre cada fondo, por lo que los valores de los coeficientes son perfectamente comparables.



Quienes somos

El IEAF es una Asociación Profesional sin ánimo de lucro, constituida el 18 de septiembre de 1965. Agrupa a los profesionales que desarrollan su actividad en las distintas áreas de los mercados financieros (análisis, brokerage, corporate y M&A, gestión de carteras, capital riesgo, etc.) así como a ejecutivos y directivos de entidades relacionadas con las finanzas y los mercados financieros y a profesionales de los departamentos económico-financieros tanto de empresas de la economía real como de centros académicos universitarios.

Ámbito de actuación

El IEAF es una asociación española pero que se desenvuelve también en el ámbito internacional, gracias a su pertenencia a la EFFAS (European Federation of Financial Analysts Societies) que, a su vez, es miembro de la ICIA (International Council of Investment Associations) de ámbito mundial.

Además, el Instituto pertenece a la ACIIA®, (Association of Certified Investment Analysts) y tiene conferidos en exclusiva para España los derechos del Título de Analista Financiero Internacional CIIA®, cuya preparación académica realiza la Escuela de Formación del IEAF.

Ventajas de ser miembro del IEAF

Pertenecer a una Asociación profesional que vincula a sus miembros no solo intelectualmente, sino a través de una serie de servicios colegiales:

- ✓ Presentaciones Financieras, donde los miembros del IEAF tienen la posibilidad real de dialogar con los primeros ejecutivos de las empresas cotizadas.
- ✓ Recibir publicaciones excelentes de gran calidad en materias financieras, de gobierno empresarial y responsabilidad corporativa, a través de la Fundación de Estudios Financieros, Centro de Pensamiento creado por el Instituto. Todas las publicaciones y trabajos de investigación están colgados en su web.
- ✓ La revista "Análisis Financiero", de gran prestigio profesional y académico.
- ✓ Conferencias y jornadas sobre asuntos de interés para los miembros, reciclaje profesional y descuentos en los cursos organizados por la Escuela de Formación y preparación de acreditaciones oficiales de la ACIIA®.
- ✓ Bolsa de trabajo.
- ✓ Biblioteca en la sede de la Escuela abierta a los socios.

Objetivos

- 1.** Reforzar el vínculo intelectual y profesional entre sus miembros de forma que ayude a la defensa de sus intereses profesionales en el ámbito de la sociedad civil.
- 2.** Impulsar la formación permanente y la mejora profesional de quienes trabajan en el ámbito económico-financiero y de los mercados, sometidos a un Código Ético.
- 3.** Constituir un foro privilegiado para reciclaje e intercambio de información y experiencias entre profesionales, tanto en el ámbito nacional como internacional.

LLAMA Y ASOCIATE

915.631.972 o entra en www.ieaf.es

COMO HACERSE MIEMBRO DEL IEAF

Cumplimentando directamente los Impresos de Solicitud de Admisión que pueden imprimirse desde la web y enviándolos al IEAF junto con la documentación requerida ()

*En los teléfonos: 915.631.972 Srta. Susana Rodríguez o Delegación Barcelona Srta. Ana Fusté, Tel. 934.013.543

*A través de internet. <http://www.ieaf.es> - e-mail: secretaria@ieaf.es o ieaf@ieaf.es

Oficinas del IEAF

En Madrid: Avda de Brasil, 17-3º. 28020 Madrid

Delegación en Barcelona: Paseo de Gracia, 19, 08007 Barcelona

Existen dos páginas web a disposición de los miembros: www.ieaf.es, www.fef.es y, desde ellas, el correspondiente link a la Escuela de Formación.

(*) Las solicitudes de admisión de los candidatos a miembros del IEAF han de ser aprobadas por la Junta Directiva Nacional del Instituto